



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

KAIO SANTOS AGUIAR

**A RECESSÃO E AS TENTATIVAS DE SUPERAÇÃO: UMA
ANÁLISE SOBRE AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL DO
BRASIL NOS ANOS 2014-2018**

SÃO CRISTÓVÃO

2020

KAIO SANTOS AGUIAR

**A RECESSÃO E AS TENTATIVAS DE SUPERAÇÃO: UMA ANÁLISE
SOBRE AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL DO BRASIL NOS
ANOS 2014-2018**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Sergipe como requisito básico para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Me. Corival Alves do Carmo

SÃO CRISTÓVÃO

2020

TERMO DE APROVAÇÃO

KAIO SANTOS AGUIAR

A RECESSÃO E AS TENTATIVAS DE SUPERAÇÃO: UMA ANÁLISE SOBRE AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL DO BRASIL NOS ANOS 2014-2018

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Sergipe como requisito básico para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Me. Corival Alves do Carmo

Banca Examinadora:

Prof. Me. Corival Alves do Carmo – Orientador

Prof. Dr. Cairo Gabriel Borges Junqueira

Prof. Dr. Rodrigo Barros de Albuquerque

São Cristóvão, 2020

Agradecimentos

Quero iniciar agradecendo a todos que fizeram parte da minha formação acadêmica, todos que possibilitaram os debates e os que levam a ciência a sério, apesar do descaso com a educação do atual Ministério da Educação, do Ministério da Ciência e Tecnologia e do Poder Executivo em geral.

Aos meus pais, por me apoiarem sempre e incentivarem a fazer o que o quero e darem sempre todo apoio e condições para a minha conclusão do curso. Aos familiares que me incentivaram a estar aqui e especialmente à tia Ilza e família. Serei eternamente grato a vocês.

Aos colegas de curso, aos professores do departamento de Relações Internacionais, inclusive àqueles que ficaram por pouco tempo (Henrique, Renan, João Paulo e Júlio) pela abertura, pelo prazer em ensinar e por sempre estarem dispostos a tirarem as dúvidas de quem quer que fosse. Ao meu orientador, por, entre outras coisas, ter paciência para ensinar e orientar, pela sabedoria compartilhada durante este período, pelas dúvidas esclarecidas, pelas conversas em sua sala e por ministrar as disciplinas de economia do curso. Aos palestrantes dos eventos em que estive presente como ouvinte. À Universidade Federal de Sergipe por possibilitar o debate e a troca de conhecimentos.

Aos autores que tive a oportunidade de ler durante a graduação e que com suas obras me motivaram a seguir este caminho, inclusive àqueles autores que não estiveram nas ementas das disciplinas. Àqueles que lutam pela remoção das barreiras na ciência e disponibilizam gratuitamente livros e artigos na internet.

Aos meus amigos mais próximos e aos mais distantes, ao psicólogo e a todos que me fizeram companhia e me apoiaram de coração. Obrigado pelos momentos de descontração e diversão, foram essenciais para a manutenção da minha sanidade. E obrigado também pelos confortos quando os tempos não eram bons.

RESUMO

Este trabalho visa analisar as políticas fiscal e monetária do Brasil em face da recessão dos anos 2014 até 2018, os quais Dilma Rousseff e Michel Temer passaram pela presidência, e dizer se houve mudança ou continuação nas estratégias adotadas. Para isso o trabalho será dividido em três partes: a primeira irá descrever a situação da economia do Brasil durante o período e as medidas adotadas; a segunda parte irá trazer o tema da política monetária, e as consequências da atuação do BC na economia; a terceira tratará sobre o que foi feito na política fiscal e seus efeitos.

Palavras-chave: Política fiscal; política monetária; Brasil; recessão; recuperação.

ABSTRACT

This work aims to analyze the fiscal and monetary policies of Brazil in the face of the recession from 2014 to 2018, which Dilma Rousseff and Michel Temer went through as president, and to say if there was a change or continuation in the strategies. For this, the work will be divided into three parts: the first will describe the situation of Brazil's economy during the period and the measures adopted; the second part will bring up the theme of monetary policy, and the consequences of the Central Bank's performance in the economy; the third will deal with what has been done in fiscal policy and its effects.

Keywords: Fiscal policy; monetary policy; Brazil; recession; recovery.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. A Crise e o que foi feito para tentar superá-la.....	11
2. O Banco Central e a Questão Monetária.....	23
2.1. Taxa de Juros e sua relação com a Dívida Pública.....	23
2.2. Atuação do BC no câmbio e a dívida pública.	26
3. A Questão Fiscal	30
3.1. A trajetória das contas públicas.....	30
3.2. No que se sustenta o ajuste?.....	35
CONCLUSÃO.....	39
REFERÊNCIAS	41

INTRODUÇÃO

A partir de 2014, quando o Produto Interno Bruto (PIB) real do Brasil cresceu irrisoriamente 0,5% durante o ano e os indicadores macroeconômicos se desequilibraram, o país entrou numa grande recessão que, apesar de não ser a mais profunda, se mostrou ser a mais longa e de mais lenta recuperação. Entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro semestre de 2016, o PIB chegou a contrair cerca de 8% e o dólar alcançou a casa dos R\$ 4,24¹. A inflação e o desemprego alcançaram dois dígitos, chegando a 10,7% e 11,8% respectivamente.

Frequentemente atribui-se a culpa da recessão a uma série de causas, com por exemplo, erros na condução da política econômica com a Nova Matriz Econômica e a queda no preço das commodities, mas não há unanimidade. Em 2018 alguns indicadores melhoraram, mas ainda não é consenso que o país estava recuperado, o que significa que não houve retomada do crescimento e que os indicadores macroeconômicos não estavam estabilizados, mas refletiam a fraqueza da economia.

O período de 2015-2018 representaria o segundo mandato de Dilma Rousseff, porém, com o impeachment, Michel Temer acabou por assumir e este período foi marcado pelo mandato de dois presidentes. Durante o segundo mandato de Rousseff duas pessoas passaram pelo cargo de Ministro da Fazenda, que é o responsável por formular e executar a política econômica: Joaquim Levy, de janeiro a dezembro 2015, e Nelson Barbosa, de dezembro de 2015 a maio de 2016. Com Michel Temer, apenas Henrique Meirelles esteve à frente da pasta.

A crise econômica também veio acompanhada de uma crise política que permeou os mandatos dos dois presidentes. A operação Lava Jato e denúncias de corrupção foram motivos para causar instabilidade nos governos e, consequentemente, fragilizar as bases aliadas, causando dificuldade de mobilização para reformas mais amplas.

Em 2017 alguns indicadores melhoraram e o então governo Temer declarava que a recessão teria acabado. A baixa na inflação e na taxa de juros e o crescimento de 1% do PIB do ano anterior, segundo os dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (2020b), eram os principais sinais de recuperação para o presidente. Temer atribuiu os fracassos da economia à sua antecessora, e as conquistas ao direcionamento da sua política econômica. Apesar da troca de presidentes, de seus comandos da política econômica e das mudanças nos

¹ Disponível em: <https://tradingeconomics.com/brazil/currency>.

indicadores, não há clareza se houve de fato uma mudança na natureza da condução das políticas monetária e fiscal no período da recessão (2014-2018).

As escolhas de linhas de política econômica encontram respaldo em teorias de economia. No período em questão a teoria predominante foi a neoclássica ou ortodoxa. Seus pressupostos são amplamente divulgados para a sociedade e para academia como se fossem ideologicamente neutros ou como leis gerais da economia. Um reflexo da disseminação da linha neoclássica na política econômica brasileira é uma preocupação central dos agentes com o controle da inflação e o orçamento público superavitário. Os pressupostos teóricos ortodoxos sustentam ganhos financeiros e este é um dos motivos pelos quais economistas ortodoxos se encontram no *mainstream* dos debates e são os preferidos do setor financeiro em geral.

As discussões deste trabalho permeiam duas áreas da política econômica: a monetária e a fiscal. No geral, pretende-se mostrar que as conduções de ambas foram inadequadas, dado contexto econômico do Brasil no período de 2014 a 2018, e incapazes de dar as condições para ajudar o país a sair da crise rapidamente. Na política monetária, a manutenção de taxas de juros reais altas mesmo depois do pior período da crise e a intervenção cambial do Banco Central aumentaram substancialmente a rubrica do pagamento de juros no orçamento do governo, fazendo com que o espaço fiscal diminuísse ao longo do período. Na política fiscal, o uso de desonerações teve papel importante na deterioração do resultado fiscal ao longo dos anos e, juntamente com o modo com o qual o ajuste fiscal foi implementado, contribuíram para manter a recessão.

A fim de organizar os argumentos, este trabalho está dividido em três capítulos. O Capítulo 1 mostra uma descrição da situação econômica, comparando sempre com os dados do período anterior à crise e o desenrolar dos fatos entre 2014 e 2018 mostrando como o Brasil chegou a tal ponto e as medidas tomadas por cada presidente e suas equipes para tentar contorná-la. Há também o ponto de vista de alguns autores sobre os motivos que levaram o país até a recessão, que até hoje são discutidos. Só há consenso entre eles de que se trata de um período complexo e que houve mais de uma causa, mas não há consenso sobre quais tiveram impacto mais relevante.

O segundo capítulo irá tratar sobre a política monetária. Será abordada a questão de como a política monetária se relaciona com a dívida pública através do movimento das taxas de juros, que influenciam a rubrica de pagamento de juros no resultado nominal da União. Somado a isto, a atuação do BC na tentativa de diminuir a volatilidade do câmbio através dos

swaps cambiais também geraram prejuízos que se somam para agravar a situação das contas públicas.

O Capítulo 3 trará pontos sobre a política fiscal, que durante este período foi contracionista. Além de uma descrição da situação das contas públicas ao longo dos anos, das tentativas de reformas de longo prazo e das ferramentas para cumprimentos de metas de curto prazo utilizadas pelos dois presidentes neste período, também há um pequeno debate teórico entre os que defendem o ajuste fiscal no período de recessão como remédio para tal e aqueles que defendem que o estímulo fiscal durante a recessão é o antídoto mais correto.

Por fim, a conclusão trará uma síntese do que foi argumentado ao longo do trabalho e apontará se após a troca de presidentes houve uma continuação ou ruptura das políticas fiscais e monetárias adotadas.

1. A Crise e o que foi feito para tentar superá-la

O Comitê de Datação de Ciclos Econômico da Fundação Getúlio Vargas (Codace-FGV) (2015), grupo que estuda a cronologia dos ciclos econômicos brasileiros, identificou que no primeiro trimestre de 2014 houve um pico no ciclo de negócios e que a partir de então o país entraria numa recessão. Apesar de não ter sido a pior crise dos últimos tempos em termos de queda do PIB, foi a de mais difícil recuperação. Ainda em 2018 o PIB não tinha se recuperado para o valor do ano que antecedeu a crise.

O cenário do ano anterior ao da crise, em 2013, tinha o PIB com crescimento de 3% em relação ao ano anterior. O acumulado do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), principal índice que mede a inflação, era de 5,91% e o desemprego se encontrava na casa dos 6%.²

O ano seguinte, 2014, foi bastante movimentado no Brasil. A eleição presidencial, que mais tarde traria a necessidade de um segundo turno, trouxe mais turbulência para o cenário. Em março deste mesmo ano, o Boletim Macro (2014a, p. 5), publicação mensal do Instituto Brasileiro de Economia, da Fundação Getúlio Vargas (Ibre-FGV), já sinalizava com pessimismo as perspectivas futuras para a economia brasileira, destacando o cenário fiscal. A previsão preliminar era de um crescimento de 1,8%, uma desaceleração frente ao crescimento do ano anterior. No mês seguinte, a mesma publicação ressaltou novamente o pessimismo, afirmando que a desaceleração ocorreria em todos os setores, com a indústria de transformação puxando para baixo o desempenho do comércio, dos transportes e, também, a arrecadação de impostos sobre produtos líquidos de subsídios.

As explicações para as causas da crise ainda são discutidas. O diagnóstico de Krugman (2018) é que houve uma combinação de má sorte e más políticas, cabendo ressaltar três fatores principais: (1) a queda do preço das commodities, que veio como um duro golpe na economia brasileira, que é pouco diversificada e ainda muito dependente deste tipo de bem; (2) somado a isto, houve uma queda brusca no consumo interno, associada a um aumento no endividamento das famílias nos anos precedentes; e (3) a reação dos governantes, que acabou por agravar a situação.

² Dados do IBGE. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/todos-os-produtos-estatisticas.html>>.

Oreiro (2017) afirma que a crise foi consequência de um colapso no investimento causado pela mudança de expectativas de retorno do capital dos empresários decorrente do esmagamento de lucros. O realinhamento súbito de preços no início de 2015 também foi um agravante, pois, entre outras causas, fez com que a inflação saltasse de 6,41% para 9,48% no terceiro semestre de 2015. Este salto de 3% na inflação fez com que a renda real por trabalhador caísse e esta é uma das explicações para a diminuição do consumo das famílias neste mesmo ano, como também foi observado por Krugman. O pouco espaço fiscal causado pela queda na atividade econômica e as políticas pró-cíclicas adotadas em reação agravaram o cenário, que fez com que este se arrastasse para 2016.

Nelson Barbosa (2019) cita quatro causas: (1) choques exógenos, como a queda abrupta dos preços das commodities e os efeitos econômicos da seca no Sudeste; (2) erros de política econômica; (3) a destruição de empregos causada pelos efeitos de curto prazo da Operação Lava Jato; e (4) a atuação de grupos políticos contrários, que bloquearam completamente a agenda de política econômica no momento em que se precisava fazer correções de rumo, e segundo o autor, isso aprofundou a recessão.

Mello e Rossi dizem que:

além dos erros na condução da política econômica, a desaceleração da economia brasileira no primeiro governo Dilma deve ser entendida a partir dos elementos estruturais que constituíram a formação do mercado de consumo e da dificuldade da estrutura produtiva em acompanhar as transformações na demanda. (MELLO; ROSSI, 2018, p. 247)

Com uma visão mais destoante dos anteriores, Fernando Barbosa (2017) diz que a crise advém de um conjunto de choques de oferta e de demanda causados por erros principalmente por conta da adoção da Nova Matriz Econômica. Nesse período o governo gastou de forma exagerada para aumentar o investimento doméstico no país, entretanto “a elevação do investimento não veio acompanhada de crescimento econômico, mas sim de redução da produtividade total dos fatores (PTF), reduzindo a capacidade de crescimento da economia no período” (BARBOSA, F., 2017, p. 53).

Pessoa (2014) vai além ao afirmar que no primeiro mandato de Dilma, o desempenho econômico foi pior que os períodos anteriores do governo Lula por conta de mudanças na condução da política econômica feitas a partir de 2009. Segundo ele, houve uma piora no marco institucional e isso afetou a taxa de crescimento da produtividade total dos fatores. Entre outras coisas, as alterações na condução da política econômica envolveram maior tolerância com

inflação, redução das metas de superávit primário juntamente com a adoção recorrente de artifícios para atingi-las, reduzindo a transparência da política fiscal, controles de preços, tendência a fechar a economia ao comércio internacional e adoção de teorias heterodoxas na formação dos juros reais.

O argumento comum destes dois últimos autores é que houve aumento de gastos públicos durante o governo Dilma. Isso conduziu ao aumento da dívida pública e consequentemente à crise fiscal. Segundo eles, a causa do problema está na crise fiscal.

A deterioração dos indicadores econômicos a partir do segundo trimestre de 2014, depois de três mandatos do governo do Partido dos Trabalhadores, deu uma boa ferramenta retórica nas mãos de Aécio Neves, o principal adversário de Dilma Rousseff na eleição. Para sair da crise, de um lado, Aécio Neves defendia a redução do gasto público, obtenção de superávits primários e a condução da inflação para o centro da meta, enquanto Dilma Rousseff dizia desde 2012³ que não adotaria a “velha receita”, fazendo referência a medidas de austeridade como propostas por seu antagonista e que, ao invés disso, iria focar no desenvolvimento do mercado interno.

Em meio à instabilidade da eleição, a então presidente Dilma ainda teve que lidar com os ruídos da Operação Lava Jato, que ao mesmo tempo em que colocavam em xeque a confiança da população e do empresariado em seu partido, também minavam suas alianças políticas no legislativo que poderiam servir como base para aprovação de qualquer grande medida ou reforma. Portanto,

para se reeleger, a presidenta e sua campanha adotaram um discurso direcionado para os segmentos mais pobres e para os movimentos sindicais, sociais e populares, propondo a continuidade do modelo que garantiu a elevação da renda do trabalho e certa inclusão social. [...] Parecia que o segundo governo Dilma avançaria na direção do campo popular (BARUCO, et al, 2016, p. 27).

O resultado do PIB de 2014, que só sairia no ano seguinte, foi um aumento irrisório do PIB em 0,5%, segundo o IBGE (2020b). A inflação acumulada para o ano foi de 6,41% (já próxima do teto da meta, 6,5%) e desemprego estável (IBGE, 2020a).

Ainda neste ano, em dezembro, após sua reelaboração, Dilma Rousseff anunciou que Joaquim Levy seria o Ministro da Fazenda para seu próximo mandato que iniciaria em 2015. Levy, que teve formação acadêmica na Universidade de Chicago, famosa pela formação de

³ Disponível em: <<https://jornaldebrasil.com.br/economia/dilma-quer-manter-superavit-sem-prejudicar-investimento/>>.

economistas ortodoxos, veio para dar confiança aos agentes do mercado. Entretanto o anúncio surpreendeu a todos, principalmente os que apoiavam o governo, pois o perfil de Levy ia de encontro ao que Dilma havia pregado antes, inclusive durante a campanha para a reeleição.

O ambicioso “plano Levy” inicialmente era tirar o Brasil de um déficit primário de 0,6% do PIB no ano de 2014, para um superávit de 1,2% em 2015 e 2% em 2016.⁴ Entre outras medidas de ajustes divulgadas entre o fim de 2014 e o início de 2015 para alcançar o superávit havia redução no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), volta do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para veículos, aumento das alíquotas de PIS/Cofins, etc (CARVALHO, 2018) . Contudo,

o conjunto das medidas que pretendiam gerar maior arrecadação para o governo federal já não somava nem a metade da economia almejada com o corte de investimentos do PAC. Essa proporção foi ainda pior na prática, dada a resistência do Congresso em aprovar aumento de impostos. O resultado é que, mais uma vez, os investimentos públicos tornaram-se a principal variável de ajuste em meio à consolidação fiscal, o que ajudou a agravar a própria crise econômica. (CARVALHO, 2018, p. 97)

Já nos primeiros meses de 2015 os preços administrados foram “liberados” e sofreram um reajuste súbito. Em janeiro

[...] houve correções nas passagens de ônibus urbanos e o início da cobrança das bandeiras tarifárias, mecanismo de antecipação de reajustes da energia elétrica residencial. Em fevereiro, foi a vez do preço da gasolina, que subiu devido à majoração do PIS/COFINS, no âmbito do ajuste fiscal (IBRE, 2015a).

Em março, foi a vez das contas de energia aumentarem: a tarifa de eletricidade residencial representou 0,71 ponto percentual da taxa de 1,32% registrada pelo IPCA em março, o equivalente a 54% da alta do índice geral (IBRE, 2015b).

No início do ano a equipe do governo julgava correto o ajuste do “plano Levy”, pois ainda havia expectativa de crescimento, porém ao fim do primeiro semestre de 2015, a mudança de cenário já era clara e parecia que a “velha receita” estava sendo adotada. Porém, se vendo diante da incapacidade de sair de um déficit de 0,6% do ano anterior e passar para um ambicioso superávit de 1,2% do PIB, em junho, a equipe econômica anunciou que reduziria a meta do superávit para 0,15% do PIB. Na mesma declaração foi anunciado também um corte de R\$ 8,6

⁴ Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/11/novo-ministro-da-fazenda-fixa-meta-fiscal-de-12-do-pib-para-2015.html>>.

bi, somando R\$ 79,4 bi de contingenciamento no ano.⁵ A redução também foi resultado de uma queda na arrecadação devida à fraca atividade econômica neste período.

Diante do desempenho cada vez pior da economia e do desequilíbrio crescente nas contas públicas, os defensores da estratégia [de Levy] passaram a vender a ideia de que o ajuste fiscal não havia sido posto em prática devido a uma suposta resistência da própria presidência da República e do Congresso (CARVALHO, 2018, p. 99).

A autorização do Congresso para mudar as metas fiscais só veio em dezembro, o que atrasou a correção de rumos de um contingenciamento forte para uma flexibilização de curto prazo.

Do lado das despesas, segundo Carvalho (2018), neste ano estas caíram 6,1% quando se excluem os gastos com a Previdência (que não podem ser cortados) em termos reais. Por outro lado, não houve medidas de grande impacto arrecadatário nas receitas. As desonerações continuaram, não houve tributação sobre dividendos, nem limitação de salários de servidores públicos, entre outras medidas que poderiam aliviar as contas públicas de maneira menos austera. Como já foi dito, o “corte na carne”⁶ foi sobre os investimentos públicos, que caíram quase 38% em 2015 (ORAIR, 2016).

A parte os problemas econômicos, estava em curso também uma crise política. Os grupos dominantes que antes apoiavam o governo desde a época Lula já não confiavam mais na governabilidade de Dilma.

A crise política teve um dos seus pontos críticos na primeira semana de agosto de 2015. O vice-presidente Michel Temer, do PMDB, convocou a imprensa e reconheceu que a situação era grave, após reunião com as lideranças dos partidos governistas, e se ofereceu como alternativa para reunificar o país. O então ministro-chefe da Casa Civil, Aloizio Mercadante, elogiou o PSDB, reconhecendo os erros cometidos pelo PT, propondo um “acordo suprapartidário” diante da crise política. O Planalto perdeu, assim, a governabilidade, e ficou ainda mais paralisado. (BARUCO, et al, 2016, p. 28)

Em outubro o PMDB apresentou o programa “Uma Ponte para o Futuro”. O documento era um manifesto do partido com um diagnóstico e propostas para tirar a economia da inércia, dentre elas flexibilizações das leis trabalhistas, privatizações e acabar a obrigatoriedade constitucional nos gastos de saúde e educação (PARTIDO DO MOVIMENTO DEMOCRÁTICO BRASILEIRO; FUNDAÇÃO ULYSSES GUIMARÃES, 2015). O

⁵ Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/07/governo-anuncia-revisao-da-meta-fiscal.html>>.

⁶ Expressão utilizada por Levy ao anunciar os cortes em junho de 2015. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/05/levy-diz-que-governo-cortou-na-carne-mas-com-cautela-e-equilibrio.html>>.

programa logo ganhou apoio de setores ligados ao mercado financeiro e da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), mas não o apoio de Dilma e do PT. A essa altura o impeachment já parecia uma opção possível. A crise política e a crise econômica se retroalimentavam.

Durante o ano, para tentar conter a inflação, o Banco Central continuou com os aumentos sucessivos na meta da taxa Selic⁷, a taxa básica de juros. De janeiro a julho, a Selic aumentou 2,5%⁸ nominalmente, ao passo que a inflação acumulou 6,86% no mesmo período.⁹ O aumento da taxa básica de juros tem efeitos recessivos, pois torna o crédito mais caro para consumidores e empresários, fazendo com que estes deixem de comprar. Ao mesmo tempo o investimento em títulos da dívida do governo se torna mais atrativo, e isso faz com que investidores optem por este tipo de investimento, ao invés de investimentos produtivos, e assim o Banco Central consegue retirar dinheiro de circulação. Porém, como já foi dito, a inflação subiu bastante por conta da liberação dos preços administrados no início do ano, e não por conta de problemas com oferta ou demanda de bens ou serviços, portanto, os aumentos dos juros não tiveram tanta eficácia para o controle da inflação neste caso, mas serviram para sinalizar que o governo estava comprometido com o seu controle.

O ano de 2015 certamente foi o ponto mais baixo da depressão. O resumo do cenário foi um recuo do PIB de -3,55% e um salto do desemprego para 9% no terceiro trimestre, segundo o IBGE (2020a). Neste mesmo ano as agências de avaliação de risco Fitch e Standard and Poor's rebaixaram o grau de investimento do Brasil, que passou de bom pagador para especulativo. O câmbio atingiu sua maior desvalorização desde a criação do Plano Real e a inflação, que alcançou os dois dígitos em novembro, se manteve assim até fevereiro do ano seguinte. “O desemprego maior e, conseqüentemente, o poder de barganha menor dos trabalhadores pouco qualificados levaram a uma queda dos salários de 2,7% no salário real médio” (CARVALHO, 2018, p. 100).

Diante do fracasso da estratégia, que prometeu ajuste rápido e retomada da confiança, mas entregou forte incremento na dívida pública, uma inflação de 10,67%, uma queda de 3,5% no PIB e a perda de grau de investimento por agências de classificação de risco, a presidente Dilma anunciou em meados de dezembro que substituiria, no

⁷ Selic é o acrônimo de Sistema Especial de Liquidação e Custódia, infraestrutura onde são transacionados títulos públicos federais. A taxa Selic é a remuneração média de empréstimos com títulos públicos e serve como taxa básica de juros para o Brasil.

⁸ Dados do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>.

⁹ Dados do IBGE. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>>.

Ministério da Fazenda, Joaquim Levy por Nelson Barbosa, que até então comandava a pasta do planejamento (CARVALHO, 2018, p. 100).

“O discurso do então novo ministro não era substancialmente diferente do seu antecessor, porém seu argumento era a adoção de um ajuste fiscal menor e mais gradual, na intenção de não retrair tanto a economia e conseguir recuperar emprego e renda” (CARVALHO, 2018, p. 101-2). As propostas de Barbosa objetivavam o reequilíbrio das contas públicas no médio e longo prazo e envolvia entre outras coisas, a reforma da previdência e um limite de gastos, com uma série de gatilhos de ajustes caso houvesse descumprimentos. Porém devido ao impeachment, Barbosa não permaneceu muito tempo no cargo.

O ano de 2016 começou com a inflação atingindo seu pico em janeiro (no acumulado de 12 meses) segundo dados do IBGE (2020a), mas a partir de então passou a cair e abrir espaço também para uma queda da Selic, apesar de isso não ter sido feito de imediato. O BC só começou a diminuir a Selic em outubro, em 0,25%, quando a inflação já tinha caído quase 3%, como mostra o Gráfico 1 (p. 19).

Em maio, Dilma foi afastada. Temer chega à presidência com a promessa de unir o Brasil, ajustar as contas públicas, retomar a confiança do investidor e do consumidor e implantar reformas estruturais. Para isso, nomeou Henrique Meirelles para o Ministério da Fazenda e Ilan Goldfajn para a presidência do Banco Central, nomes aclamados pelo setor financeiro. E a partir de então começaram a intensificar políticas econômicas conservadoras.

Temer e Meirelles também aprofundaram os cortes nos investimentos públicos, que já vinham caindo desde 2014, e propuseram uma série de reformas estruturais e medidas de austeridade, como as da PEC do teto de gastos (PEC 55, antes PEC 241), da Reforma Trabalhista (Lei nº 13.467, de 2017), da Lei da Terceirização (Lei 13.429, de 2017) e privatizações, como constava no programa proposto em 2015. Já em 2016 aprovaram a PEC do teto, e em 2017 aprovaram a lei da terceirização e a reforma trabalhista.

Os que defendem projetos como a terceirização e a Reforma Trabalhista, por exemplo, são partidários da “economia do lado da oferta”, ou seja, acreditam que a poupança promove o investimento e o investimento promove o consumo e torna-o possível, e não o contrário. Neste caso, a função das reformas é baratear os custos de fatores para que o investimento retorne. Outro fenômeno defendido, o que justifica a adoção da PEC 55, é a “contração fiscal expansionista”, ou seja, a crença que a contração orçamentária, em vez de levar a um declínio da produção, resulta em maior produção, na medida em que os consumidores e os investidores

antecipam as deduções fiscais a longo prazo por conta dos cortes na despesa que compensarão a contração (BLYTH, 2017, p. 100).

Os que são a favor da PEC 55 afirmam que, ao colocar um limite no crescimento dos gastos públicos dos próximos 20 anos, abriu-se também a possibilidade para uma baixa maior nas taxas de juros de longo prazo. A aprovação da PEC soou como uma sinalização de que a partir de então o governo iria se comprometer com a estabilização da dívida pública. Isso fez com que a percepção de risco caísse e, portanto, os juros necessários para captar investimentos também caíram.

Outro fator levado em conta, segundo os economistas que defendem estas medidas, é a “confiança”, que Krugman (2012) chama jocosamente de “fada da confiança”¹⁰. Segundo Blyth (2017), a confiança empresarial, chave do crescimento do lado da oferta, só é restabelecida quando o governo a assinala de modo credível que vai economizar, permitindo que o processo se desenrole como tem de se desenrolar através da austeridade. Na prática significa que o governo precisa dar sinais de que não haverá extravagâncias ou uma “gastança” exagerada.

Ao mesmo tempo que se podia apoiar o alívio temporário dos sintomas de desemprego, o papel do Estado nesses momentos voltava a ser o de equilibrar o orçamento, mesmo aumentando impostos em uma recessão se isso fosse considerado necessário, para restabelecer a confiança dos investidores. (BLYTH, 2017, p. 176)

Após o impeachment, o Índice de Confiança de Empresários e de Consumidores medido pelo Ibre melhorou significativamente, porém o consumo e o investimento permaneceram estagnados.

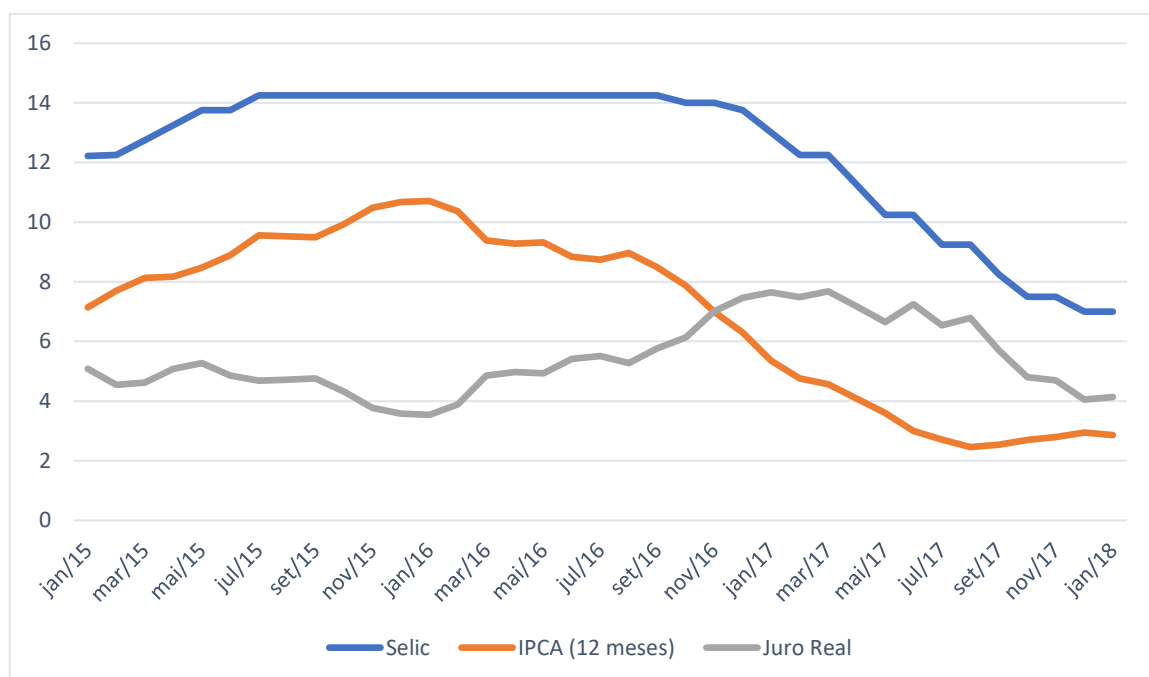
Segundo Nelson Barbosa (2018), o governo Temer não fez grandes variações nos gastos discricionários, mas no final de 2016 houve forte expansão fiscal em antecipação à entrada em vigor do teto de gastos.

O saldo de 2016 foi novamente uma retração do PIB, dessa vez de 3,28%. A inflação caiu e foi para dentro da meta. Apesar do governo Temer tomar para si o ônus direto da redução da inflação como sendo consequência direta de suas medidas, na verdade a queda neste indicador foi reflexo da baixa atividade produtiva que se arrastava desde 2014 e também porque o choque inflacionário — causado pela liberação dos preços administrados no ano anterior e

¹⁰ Traduzido de “confidence fairy”, Krugman utiliza esta metáfora porque de acordo com a descrição dos que defendem austeridade a qualquer custo, quando o governo promove o ajuste fiscal, os agentes voltam rapidamente a ter confiança e voltam a gastar, como se fosse algo mágico. A questão da confiança será abordada no terceiro capítulo, referente à questão fiscal.

pelo repasse cambial, já que dólar passou a cair a partir de janeiro — havia passado. A taxa de desemprego, que em janeiro era de cerca de 9%, subiu para 12% em dezembro. A dívida pública mantinha sua trajetória de alta e já alcançava 69% do PIB, segundo os dados do Banco Central (2020a), em parte porque a arrecadação caiu, e em parte também porque o PIB, denominador da fração, também caiu. Mesmo iniciando o ano com a taxa de juros nominal em 14,25% e a partir de outubro ter começado um ciclo de queda, o Banco Central fez uma política monetária contracionista, pois a inflação caindo rapidamente fez com que o juro real aumentasse.

Gráfico 1. Selic, Inflação e Juro Real no Brasil em % (de janeiro de 2015 até janeiro de 2018)



Fonte: Banco Central (2020a) e IBGE (2020a). Elaboração própria.

Em 2017 alguns indicadores melhoraram. A inflação que iniciou 2016 com dois dígitos, em janeiro de 2017 já estava abaixo do teto da meta. Esta queda da inflação permitiu um início de diminuições sucessivas da taxa Selic por parte do Banco Central. “A redução da taxa de juros era uma condição necessária para que o país parasse de cavar o fundo do poço da recessão[...]” (CARVALHO, 2018, p. 130). As taxas de juros de longo prazo também diminuiram, mas por conta de um movimento de baixa geral das taxas de juros em todo o mundo e em parte pelos compromissos assumidos pelo governo no sentido de uma maior disciplina fiscal. Apesar da disciplina fiscal não ter necessariamente acontecido nos períodos seguintes, apenas o compromisso foi suficiente para mudar as expectativas dos investidores naquele momento.

O ano de 2017 foi a continuação de um período de fortes cortes de gastos que vinham sendo implementados desde 2014. A situação se tornou mais dramática ainda para os investimentos, que passaram para o menor nível (em % do PIB) desde 1947, segundo o Observatório de Política Fiscal do Ibre (2018). “Esse corte de gastos contribuiu para a lenta recuperação da economia ao longo de 2017 e levou a equipe econômica de Temer a recorrer a recursos parafiscais – a liberação de depósitos do FGTS – como meio de atenuar o impacto contracionista de sua política fiscal” (BARBOSA, N., 2018).

Após dois longos anos de queda no PIB, no primeiro trimestre de 2017 houve um aumento de 1%. Isso foi suficiente para Temer tomar para si e para sua equipe a responsabilidade da “recuperação” da economia. Porém, o que fez com que a economia crescesse neste período foi a supersafra da soja e um crescimento no setor agropecuário em geral. (CARVALHO, 2018, p. 143) Ao longo do ano, o consumo das famílias também cresceu, depois de dois anos caindo. No terceiro trimestre o investimento também aumentou, provavelmente por conta do aumento do consumo das famílias no trimestre passado. (CARVALHO, 2018)

Apesar das melhoras, Santana e Costa (2018) destacam que:

Para compreender o processo desinflacionário em curso é necessário considerar um amplo conjunto de variáveis, e não apenas um suposto ‘êxito’ da política monetária ortodoxa. Ao atentar para as situações reais de que o número de brasileiros desempregados segue em alta e também o nível de endividamento da economia, pode-se identificar o fraco dinamismo da economia enquanto principal elemento de contribuição para a forte queda no nível geral de preços, ou seja, há um custo socioeconômico bastante elevado por trás de todo o processo desinflacionário. (SANTANA; COSTA, 2018, p. 182)

Em 2018 a economia ainda não mostrava sinais claros de recuperação. O PIB ainda não estava no patamar pré-crise, o desemprego permanecia alto e a inflação baixa demonstrava a debilidade da produção. A Selic atingiu seu menor patamar histórico até então, de 6,5% a.a. com espaço para mais reduções.

Ao longo do ano, as expectativas de crescimento foram sendo gradativamente reduzidas, segundo relatos do Boletim Focus¹¹, que no começo do ano contavam com um crescimento de 3%. De acordo com os sinais que a economia dava de que não iria melhorar e a incerteza frente às eleições, os analistas gradativamente foram abaixando suas expectativas. Em maio houve

¹¹ O Boletim Focus é uma publicação semanal do Banco Central que mostra as expectativas de mercado em relação a diversos aspectos da economia, como por exemplo, inflação, câmbio, taxa Selic, etc. Apesar de ser uma publicação do BC, as projeções e expectativas são de investidores e instituições financeiras.

uma severa greve dos caminhoneiros, que parou o país por uma semana e teve efeito em quase todos os setores. Em pelo menos 13 estados, a indústria sofreu um tombo neste período.¹²

Dados do Observatório de Política Fiscal (2019) mostram que houve um pequeno crescimento dos investimentos públicos, em percentual do PIB, no ano de 2018, o primeiro desde 2014. Entretanto este aumento já era esperado, pois é comum haver aumento nos investimentos públicos em anos de eleição.¹³

O diagnóstico no fim do ano foi de uma atividade econômica ainda fraca. O PIB, apesar do crescimento modesto de 1,1%, ainda estava nos níveis de 2012. O desemprego se manteve na casa dos 12% durante todo o ano e a inflação novamente abaixo do centro da meta, refletindo a atividade fraca da economia. O ciclo de baixa da Selic se mostrou condição necessária, mas não suficiente para uma possível retomada do dinamismo.

A demora na recuperação da economia de um país após uma crise tem efeitos que podem se estender para o longo prazo afetando o crescimento e o mercado de trabalho como um todo. Tal fenômeno é conhecido na literatura como “histerese” ou “economia da depressão”. No caso do Brasil, após quatro anos o PIB ainda não se encontrava no nível pré-crise, destoando do seu “padrão histórico de recuperação”, que é de mais ou menos 24 meses (BORÇA, et al. 2019).

São várias as maneiras pelas quais a histerese econômica se manifesta, mas a principal delas parece estar associada ao mercado de trabalho, mais especificamente ao processo de acumulação de capital humano pelos trabalhadores ao longo da vida laboral. Com efeito, quando a taxa de desemprego se situa em patamar atipicamente elevado (isto é, acima de níveis “neutros”) e por muito tempo, maior tende a ser o ajuste e o conformismo com padrões de vida baixos, além dessa situação aumentar a incidência de distúrbios mentais associados a sentimentos de insegurança e ansiedade (inclusive para aqueles que continuam ocupados). Várias habilidades específicas adquiridas no ambiente de trabalho acabam sendo corroídas pelo chamado desemprego de longa duração. Quando, em algum momento, a economia finalmente volta a demandar mais mão-de-obra, uma quantidade expressiva de pessoas pode não se encontrar mais em condições de inserção no mercado ou o fazem em condições muito desfavoráveis, isto é, em posições de baixa produtividade ou na economia informal. (BORÇA, et al, 2019, p. 175-6)

Em relação aos salários, Borça et al (2019, p. 176) afirmam que quando o trabalhador entra no mercado de trabalho com a economia em recessão, seu salário é menor que o daquele que entrou quando as condições eram melhores e essa diferença dura por muito tempo. Consequentemente, quanto menores são as oportunidades, menor é o acúmulo de experiência

¹² Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/greve-dos-caminhoneiros-derrubou-industria-em-13-de-14-estados-pesquisados-pelo-ibge-22874118>>.

¹³ Disponível em: <<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/investimentos-publicos-1947-2018>>.

ao longo da vida laboral e menor é a produtividade média da economia no longo prazo (BORÇA, et al, 2019, p. 176).

Krugman (2012) argumenta que o desemprego de longa duração é profundamente desmoralizante para os trabalhadores em qualquer lugar. E, à medida que o desemprego se arrasta, as finanças domésticas desmoronam e as economias das famílias se esgotam e as contas não podem ser pagas. Um reflexo disso no Brasil foi o valor recorde alcançado pela taxa de desalentados¹⁴ e o aumento recorrente de empregos informais ou precários desde 2016.

Por fim, Krugman (2012) e Borça et al. (2019) convergem ao apontarem que crises, como esta do Brasil, são causadas por problemas de demanda e, portanto, resolvidos com medidas que estimulam a demanda. Reformas como as implementadas durante este período não seriam muito eficientes como antídotos da crise. Neste sentido, se o investimento privado não cresce, pois não há expectativas de ganhos por parte dos empresários, se as famílias não consomem, pois estão endividadas e o desemprego está alto e se não há um aumento de demanda no setor externo, os autores apontam que o governo deveria ter um papel mais ativo no estímulo à demanda agregada, e a partir daí os outros componentes seriam também ativados.

¹⁴ Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/08/16/falta-trabalho-para-276-milhoes-de-brasileiros-aponta-ibge.ghtml>>.

2. O Banco Central e a Questão Monetária

No Brasil, a política monetária é conduzida pelo Banco Central (Bacen, ou BC), órgão vinculado, mas não subordinado, ao Ministério da Economia (no período abordado no trabalho, Ministério da Fazenda). Um dos seus deveres é manter a inflação, medida pelo IBGE através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), dentro da meta. A principal ferramenta da política monetária é o manejo da taxa básica de juros, a Selic, que é decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom), órgão do BC, em reuniões que acontecem oito vezes ao ano. Dentre outras ferramentas, o Bacen também utiliza do redesconto bancário, depósito compulsório e operações no mercado aberto (*open market*).

O Brasil tem um histórico de taxas de juros reais elevadas, que alguns autores atribuem a um comportamento conservador do BC por conta de uma convenção pró-rentista na qual afirmam que os agentes do mercado “plantam o medo de inflação para colher juros” (BRESSER-PEREIRA, et al, 2002; BRUNO, et al, 2017). Outros autores atribuem isso a canais de transmissão “entupidos” da política monetária que fazem com que se necessite de um movimento maior na Selic para que realmente haja algum efeito (BARBOSA, F., 2006).

Além disso, devido ao Regime de Metas de Inflação (RMI) que estabelece, dois anos antes, uma meta de inflação para cada ano, o Bacen tem um prazo curto para cumprir a meta. Portanto, qualquer aumento na inflação, mesmo que não seja por conta de choques de demanda, o BC rapidamente responde com um movimento na Selic (DE PAULA; SARAIVA, 2015).

2.1. Taxa de Juros e sua relação com a Dívida Pública

Por conta de grande parte dos títulos da dívida do Brasil serem indexados à taxa Selic, qualquer movimento desta taxa influencia no pagamento de juros futuramente e, portanto, irá influenciar no resultado fiscal do governo. “Fica claro, neste sentido, que o problema de parcela da dívida ser indexada à taxa Selic interfere no mecanismo de transmissão da política monetária, de modo que quando a autoridade monetária eleva a Selic para conter a inflação, eleva-se a parcela da dívida pública.” (ARAUJO; ARAÚJO; BRITO, 2019, p. 164)

O problema se agrava porque há uma tendência no comportamento da composição da dívida que quando a Selic está com viés de alta, a parcela de títulos da dívida a tendo como indexador também aumenta. E a Selic tende a aumentar justamente em momentos de crise para

continuar atraindo investimentos, causando um efeito pró-cíclico, exatamente como aconteceu nos anos de 2014 a 2016 (Gráfico 2, p.25).

Como já destacado, mais de 30% da dívida ainda se encontra indexada à Selic; as elevações desta taxa para controle de inflação, responsabilidade do BC, aumentam o custo da dívida, que impacta nos resultados fiscais. Outra desvantagem da dívida indexada à Selic é que tais títulos, ao apresentarem alta liquidez e baixo risco, competem com os investimentos produtivos da economia, ao elevar o custo de oportunidade destes. (ARAUJO; ARAÚJO; BRITO, 2019, p.165)

No ano anterior à crise, em 2013, a taxa de juros nominal cessou um ciclo de queda, chegando ao seu menor patamar até então, 7,25%. Mais tarde neste mesmo ano a Selic voltou a subir, indicando um novo período de juros altos. Em julho de 2015 a meta da Selic atingiu seu patamar máximo neste ciclo de alta, 14,25% a.a. Durante este período, a proporção dos títulos da dívida com a remuneração indexada à Selic também aumentou. Em dezembro de 2013 este número correspondia a 19,11%, no mesmo mês do ano seguinte este número foi para 18,66%, quando a Selic ainda estava em 11,25% a.a. Já os títulos com remuneração prefixada passaram de 42,02% para 41,58% no mesmo período e os indexados à inflação permaneceram na casa dos 34%.

Em 2015 a percepção de risco do Brasil cresceu bastante. Como já foi mencionado, as agências de avaliação de risco sinalizaram que o risco no Brasil tinha aumentado. O Credit Default Swap (CDS) para títulos da dívida do Brasil, uma espécie de seguro contra o calote soberano, teve um aumento na remuneração que saiu de perto 200 e foi para próximo de 550 pontos¹⁵. Outro indicador que mostra o aumento da percepção de risco no Brasil é o EMBI+ Brasil (*Emerging Markets Bond Index*, ou Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes, criado pelo banco JPMorgan), que é frequentemente chamado de Risco Brasil. Quanto maior este indicador, maior é a percepção de risco dos investidores. No dia 2 de janeiro de 2014 este indicador constava 230 pontos base, já no dia 31 de dezembro de 2015, este índice havia mais que dobrado, constando 523 pontos base¹⁶. Esses dois indicadores mostraram que o medo de um possível calote soberano havia aumentado e o governo precisava compensar esse aumento da desconfiança. Juntando este problema com o da inflação acima do teto da meta, o Banco Central aumentou a taxa Selic com o objetivo compensar o risco de se emprestar ao governo através do pagamento de mais juros e também para sinalizar seu compromisso com o RMI,

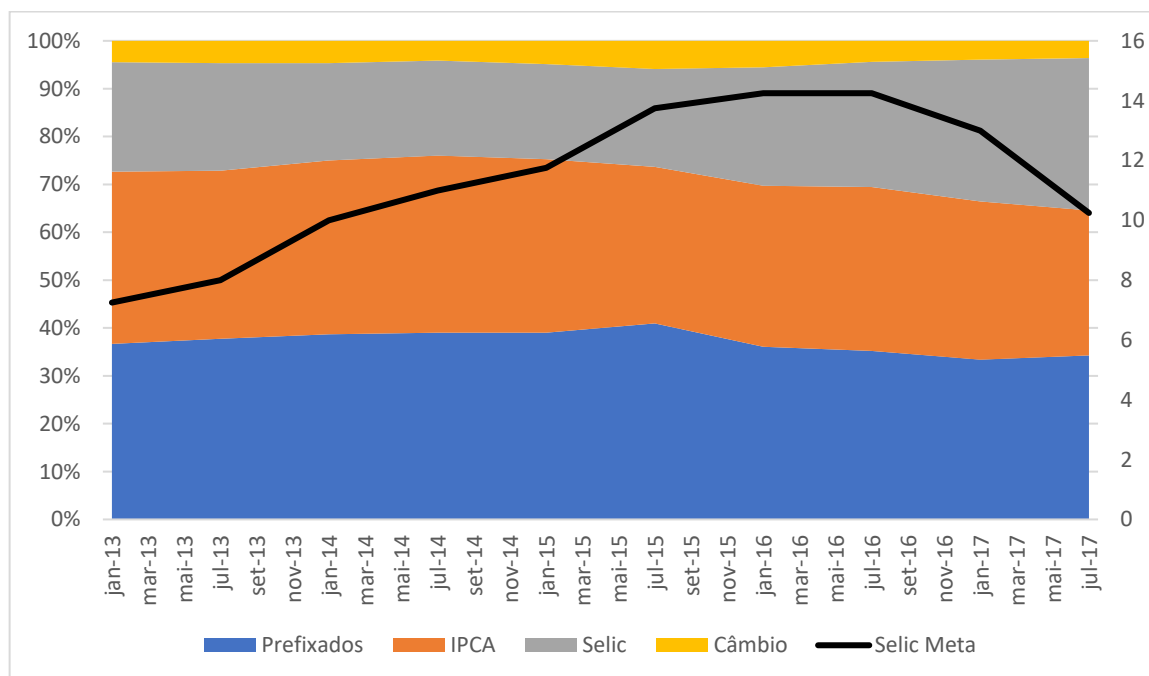
¹⁵ Dados da Bloomberg. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com.br/blog/o-enigma-entre-o-dolar-e-o-cds/>>. Acesso em: 14 jan. 2020.

¹⁶ Dados do Ipeadata. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em 15 jan. 2020.

apesar do problema com os preços não ter sido causada majoritariamente por um choque de demanda ou aquecimento da economia.

De acordo com dados das publicações do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal (2020a) (publicação do Tesouro Nacional que apresenta informações sobre a Dívida Pública Federal, tais como estoque, composição, etc.) neste mesmo ano quando a Selic saiu de 11,75% a.a. em janeiro para 14,25% a.a. em agosto, fechando o ano neste patamar, a proporção de títulos com remuneração indexada à Selic também aumentou bastante, tendo chegado dezembro fazendo parte de 22,78% da dívida, enquanto os prefixados e os indexados ao IPCA caíram para 39,43% e 32,52% respectivamente. Em 2016 a Selic permaneceu em 14,25% a.a. até outubro, mês em que o BC, num movimento tímido, diminuiu 0,25% iniciando novamente um ciclo de queda que se estendeu até o fim de 2018. Neste ano a proporção dos títulos indexados à Selic subiu novamente para 28,24%, enquanto os prefixados e os indexados à inflação caíram respectivamente para 35,73% e 31,83%.

Gráfico 2 - Composição da Dívida Pública Federal por Indexador e Taxa Selic 2013-2017



Fonte: Tesouro Nacional (2020a). Elaboração própria.

Por conta dos altos juros durante o período de 2014 a 2016, a capacidade fiscal da União¹⁷ foi comprometida, fazendo com que a rubrica correspondente ao pagamento dos juros no resultado fiscal aumentasse substancialmente. Em 2013, quando o governo central ainda conseguiu um superávit primário e a Selic estava começando a subir, o pagamento de juros nominais foi de R\$ 185 bilhões, o equivalente a 3,5% do PIB. No ano seguinte, já com a Selic mais alta, esta rubrica saltou para R\$ 251 bilhões, o equivalente a 4,3% do PIB, de acordo com dados do Tesouro Nacional (2020a). Em 2015, quando a Selic atingiu seu pico neste ciclo de alta, a rubrica de juros nominal novamente aumentou e foi para R\$ 397 bilhões, ou seja 6,6% do PIB, que naquele ano teve uma retração de 3,55%.

No decorrer de 2016, após passado o choque inflacionário e ainda com uma capacidade ociosa enorme, a inflação já estava claramente convergindo para a meta, porém o BC ainda demorou para começar a diminuir a taxa de juros, e quando o fez, foi de maneira tímida, deixando que a taxa de juros real subisse, permanecendo na casa dos 7% até o terceiro trimestre de 2017 (Gráfico 1, p. 19). Além de diminuir o espaço fiscal, os juros muito elevados por bastante tempo ainda contribuíram para deixar a economia retraída.

2.2. Atuação do BC no câmbio e a dívida pública.

Outra maneira que o BC atua na política monetária é através da política cambial com o objetivo de, entre outras coisas, equilibrar as contas externas, conceder autonomia à taxa de juros da política monetária em relação à política cambial e reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. (ARAUJO; TERRA, 2018)

Do ponto de vista da coordenação entre as políticas monetária e cambial, quando a primeira mantém a taxa de juros estável, ela auxilia a segunda a controlar a volatilidade nos fluxos de capitais. Por sua vez, a política cambial também transmite efeitos à política monetária. Medidas macroprudenciais cambiais tanto podem reduzir a volatilidade dos fluxos de capitais, diminuindo a pressão sobre a taxa de juros, quanto podem contribuir para um sistema financeiro saudável. Além disso, uma política cambial que mantém uma taxa de câmbio estável, arrefece o efeito *pass-through* [repasse] do câmbio para os preços domésticos, dando maior autonomia à taxa de juros da política monetária para lidar com questões domésticas. (ARAUJO; TERRA, 2018, p. 758)

Nelson Barbosa (2015) afirma que a forte influência do câmbio sobre a inflação acabou por gerar um padrão de atuação na política cambial do BC, no qual ele tende a tolerar uma

¹⁷ Não inclui estados da federação, municípios e empresas estatais.

apreciação, mas luta contra a depreciação do Real e o resultado “é uma tendência recorrente de apreciação cambial, isto é, uma sucessão de “miniciclos” de apreciação gradual e depreciação súbita do BRL, em torno da tendência de longo prazo da taxa de câmbio real determinada pelas condições financeiras internacionais” (BARBOSA, N., 2015, p. 409).

Uma das alternativas que o BC utiliza para tentar reduzir a volatilidade do câmbio é a atuação no mercado de derivativos, no qual o BC pode assumir uma posição (compradora ou vendedora) e influenciar o valor à vista do dólar através de contratos que refletem as expectativas do valor futuro do câmbio, pois “as expectativas sobre o comportamento futuro da taxa de câmbio influenciam o nível presente dela.” (ARAÚJO; TERRA, 2018, p. 761).

Um dos principais derivativos utilizados pelo Bacen são os swaps cambiais. Este tipo de contrato possibilita as duas partes a fazerem uma “troca” de indexadores de rentabilidades de ativos no futuro (neste caso, câmbio ou taxas de juros) e por consequência as devidas compensações. No swap cambial tradicional o BC oferece às contrapartes um pagamento correspondente à variação do dólar, enquanto a contraparte se compromete a pagar a variação da taxa DI (taxa de depósito interbancário, é utilizada como referência pois tem valor muito próximo ao da Selic). Funciona como se a contraparte apostasse que o dólar irá subir mais que os juros e o BC apostasse o contrário. Caso o dólar suba mais que os juros, o Banco Central faz a compensação à contraparte, caso não, a contraparte faz a compensação ao Banco Central. No swap cambial reverso o BC faz a posição contrária, se comprometendo a pagar a variação da taxa de juros, enquanto a contraparte se compromete com a variação do dólar. No swap cambial tradicional o objetivo do BC é conter a valorização do dólar através da contenção de investidores no mercado à vista (diminuição da demanda), reduzindo assim a taxa de câmbio no período. No swap cambial reverso o objetivo é justamente o oposto, pois faz com que aumente a procura de dólares no mercado à vista.

Apesar do dinheiro para essas operações saírem do caixa do Banco Central e este não ter o objetivo de “lucrar” com essas operações, elas têm um custo quando a autoridade monetária não sai ganhando. De acordo com dados do Banco Central, em 2013 quando o Bacen não utilizou tanto este tipo de operação, e quando utilizou, foi com valores menores, o custo foi de 1,3 bilhão de reais no ano. Neste ano o dólar oscilou entre os R\$ 1,90 e R\$ 2,30. No ano seguinte, quando o dólar oscilou entre R\$ 2,30 e R\$ 2,70 durante o ano, as perdas do Bacen saltaram para 17 bilhões de reais. Em 2015 foi o pior no sentido dos resultados deste tipo de operação. O dólar iniciou o ano ao redor de R\$ 2,60 e chegou a subir 48%, alcançando seu

maior valor desde a criação do Plano Real, R\$ 4,14¹⁸. Durante o segundo e o terceiro trimestre, período em que houve a maior alta, o BC chegou a perder 94 bilhões de reais, porém conseguiu reverter parte deste prejuízo e encerrou o ano com menos 89 bilhões. Os valores gastos por mês com estes contratos (valores nominais) chegaram a 426 bilhões de reais.

Já 2016 foi mais calmo para o Banco Central. Apesar das intervenções com valores nominais ainda altos, foram gradualmente diminuindo e conseguiram apresentar um resultado positivo de 75 bilhões de reais. O ano de 2017 foi mais calmo para o real e, por consequência, o resultado do Banco Central com swaps também foi positivo, fechando o ano com R\$ 7 bilhões positivos.

Porém em 2018 o dólar volta novamente a subir e o BC voltou a aumentar sua posição em swaps cambiais. O ano iniciou com o dólar na casa dos R\$ 3,22 e conforme se aproximou a eleição, o dólar caminhou até atingir o patamar de R\$ 4,20 no mês de setembro, que a partir de então passa a cair. Até então o BC tinha acumulado perdas no valor de R\$ 36 bilhões, entretanto conseguiu diminuir este montante para menos R\$ 15 bilhões.

Durante o período analisado o saldo com este tipo de intervenção foi de menos R\$ 39,5 bilhões nos cofres do Bacen e durante essas intervenções o BC nem sempre conseguiu segurar a alta do dólar. Porém há uma contrapartida com a alta do dólar: o valor das reservas internacionais do Brasil também aumenta nominalmente e acaba “compensando” as perdas com operações de swap e o custo de captação e carregamento das reservas. Entretanto nem sempre a alta do dólar compensa estes custos.

Mesmo que a valorização das reservas seja positiva, isto não contribui para o alcance de um superávit primário, tampouco a valorização negativa tem efeito no resultado nominal, mas a valorização positiva pode servir para abater a dívida pública. Por outro lado, os prejuízos com os contratos de swap entram nas despesas com juros da dívida pública e impulsionam o déficit nominal através do aumento do pagamento de juros que, como já foi dito, chegou a 6,6% do PIB em 2015 (já levando em conta que em 2015 houve forte contração do PIB).

No período em análise o resultado das operações cambiais do Banco Central (resultado das operações de swap somadas com o resultado líquido das reservas internacionais) foi positivo, somando 11,6 bilhões de reais no saldo. Portanto, as intervenções cambiais podem acabar compensando quando o motivo é caixa, porém o efeito esperado (de manutenção do

¹⁸ Valor do fechamento do pregão do dia 23/09/2015.

patamar do câmbio) não é sempre atingido e tem um impacto modesto na variabilidade do câmbio, como apontam Araújo e Terra (2018) que sugerem uma mudança no modo como os swaps são feitos.

[...] os swaps acarretam custos ao Bacen que são, ao final do período contábil, fluxos de gastos financeiros da STN [Secretaria do Tesouro Nacional]. Logo, eles podem implicar aumento de déficits públicos. Toda a vez que a variação cambial ao longo do período vigente do contrato do swap for superior à taxa de juros, o Bacen cobre essa diferença, e vice-versa. Em âmbito fiscal, portanto, estas operações envolvem custos fiscais significativos em relação ao pagamento de juros, sendo que seu efeito sobre as TCN [Taxa de Câmbio Nominal] e TCRE [Taxa de Câmbio Real Efetiva] não são por demais relevantes. (ARAÚJO; TERRA, 2018, p. 775)

Desta forma, o grande aumento da Selic e a manutenção dos juros reais altos por muito tempo (muito mais do que o que se dizia necessário) ajudaram a manter a economia na recessão e fizeram com que a rubrica de pagamento de juros aumentasse no resultado nominal do governo, contribuindo para diminuir o espaço fiscal. Como já foi dito, “a redução da taxa de juros era uma condição necessária para que o país parasse de cavar o fundo do poço da recessão, mas não era condição suficiente para uma retomada” (CARVALHO, 2018, p. 130). Por este motivo a inflação baixa (2,95% ao fim de 2017) e a redução dos juros não deveriam ter sido motivos de comemoração para Michel Temer e sua equipe econômica. Manter a taxa de juros alta por mais tempo diante de uma inflação muito abaixo da meta refletindo a ociosidade da economia e o desemprego faria com que essa situação se arrastasse por mais tempo. O uso dos swaps também fez com que aumentasse a rubrica do pagamento de juros aumentasse, contribuindo para reduzir a capacidade fiscal do governo e estender a crise.

Atitudes que conduzem o governo a déficits fiscais e que aumentam a dívida pública como proporção do PIB “obrigam” o governo a se comprometer com futuros superávits para afastar preocupações com um possível calote. Neste momento a situação já estava complicada, pois já havia uma perda da capacidade fiscal decorrente das sucessivas diminuições da receita ao longo dos últimos anos e da eliminação da capacidade de geração de superávit primário pelo Setor Público ao longo de 2014 e 2015.

No contexto em que a economia estava, com o governo supostamente comprometido com o ajuste fiscal e corte de despesas, uma boa condução da política monetária era mais do que nunca essencial, pois era o “principal instrumento de administração do ciclo econômico de curto prazo, sujeito, obviamente, aos limites do regime de metas inflacionárias” (BORÇA, et al, 2019, p. 199).

3. A Questão Fiscal

De acordo com dados do Banco Central (2020a) de 2006 até 2013 a dívida pública do governo nacional se manteve estabilizada, oscilando entre 51% e 56% do PIB. A partir de então a dívida pública foi aumentando gradativamente até chegar em 76% em 2018. O problema decorreu dos desequilíbrios no resultado primário que começaram em 2014. Diferente do que é dito por alguns economistas, o fator despesa não foi o que mais teve peso neste processo. Foram as quedas das receitas e o crescente papel de pagamento de juros (incluindo swaps cambiais) os principais amplificadores do aumento da dívida. É importante também lembrar que nos anos de 2015 e 2016 houve contração do PIB e nesta relação quando o PIB cai, a proporção dívida/PIB aumenta.

3.1. A trajetória das contas públicas

Como já foi dito, 2013 foi o último em que o Governo Central conseguiu manter os superávits primários que vinham ocorrendo desde 2002 e se mantiveram mesmo em período de crescimento dos gastos públicos (TESOURO NACIONAL, 2020b). A partir de então, o déficit passou a ser a nova rotina nos balanços da União. Nem mesmo nos anos seguintes aos da crise do *subprime*, com a queda do PIB e as políticas para estimular a economia o governo deixou de ter superávits.

O resultado fiscal da união saiu de um superávit de 1,4% do PIB em 2013 para um déficit de 0,4% do PIB em 2014, tendo crescido para 2,6% em 2016. Desde 2013 as receitas passaram a cair, ao passo que as despesas subiam desde 2011, ano em que foi identificada uma desaceleração na economia. Segundo Oreiro (2017) essa tendência de piora no resultado fiscal se acentua a partir de 2011 e em 2013 o resultado primário estrutural¹⁹ é praticamente nulo, tornando-se fortemente negativo em 2014. Ainda segundo Oreiro (2017), um resultado primário estrutural negativo é claramente inconsistente com a solvência de médio/longo prazo do setor público e isto tornou inadiável a realização de um ajuste fiscal em 2015, justamente no momento em que a economia brasileira se encontrava em recessão. Por isso, a política fiscal foi fortemente contracionista a partir de 2015.

¹⁹ Diferente do resultado fiscal convencional, o resultado fiscal estrutural é calculado livre dos eventos não recorrentes e de efeitos do ciclo econômico, refletindo apenas mudanças duradouras na posição fiscal do país.

Entretanto, já em 2013 o governo já via o espaço fiscal diminuir. Apesar de ter dito que cumpriu a meta fiscal para este ano, o governo teve que aprofundar o uso de artifícios contábeis, que foram chamados de contabilidade criativa, para atingir a meta. Essas manobras envolviam brechas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, triangulação com bancos públicos ou distorções nas rubricas de receitas e despesas. Ou seja, o superávit de 2013 foi inflado. A partir de então o uso dessas técnicas, que antes só eram utilizadas mais discretamente e em momentos negativos, passou a ser mais frequente e mais aprofundado pelo governo nos próximos anos. Gobetti e Orair (2017) fizeram ajustes a fim de eliminar do orçamento o efeito da contabilidade criativa e estimam que em 2013 o superávit do governo central tenha ficado em 1% do PIB, diferente do 1,4% apontado pelo Tesouro Nacional (2017, p. 24). “O governo seguiu afirmando seu compromisso com o cumprimento da meta de resultado primário, mas recorrendo à postergação de pagamentos e à chamada contabilidade criativa para atingi-la, abalando a credibilidade da meta fiscal.” (DWECK; TEIXEIRA, 2018. p. 320).

Segundo Dweck e Teixeira (2018, p. 35), as metas fiscais rígidas no curto prazo, que só podem ser alteradas por via legislativa (sujeitas, portanto, ao tempo político e à capacidade do governo de aprovação de medidas no Congresso) entram em conflito com a necessidade de uma resposta rápida em termos de política econômica para evitar a crise (tempo econômico). Tal conflito é típico dos estabilizadores automáticos das economias com Estado relevante, na medida em que, no sistema fiscal brasileiro, as despesas são rígidas (com as despesas obrigatórias constituindo mais de 80% da despesa total) e as receitas são fortemente pró-cíclicas. Diante das dificuldades com o custo político de alterar a meta, a alternativa do Executivo, além da desaceleração de algumas despesas, foi a utilização de mecanismos contábeis para contornar a rigidez da meta fiscal de curto prazo, ou seja, a contabilidade criativa.

A parte o problema contábil, manobras como estas de contabilidade criativa diminuem a credibilidade do sistema, pois afetam a qualidade das informações, a transparência e podem produzir ruídos nas análises dos indicadores fiscais.

Levando em conta a rigidez das despesas e a diminuição das receitas, as equipes econômicas que estiveram no comando entre 2014 e 2018 identificaram que era preciso fazer um ajuste fiscal para solucionar o problema das contas públicas, ou seja, um reequilíbrio das contas através da contenção de despesas e/ou aumento das receitas. Portanto, este período foi marcado por reduções nas despesas discricionárias (TESOURO NACIONAL, 2020b) e tentativas de reformas para redução de gastos obrigatórios. Não esteve nos planos de nenhuma das equipes econômicas utilizar recursos fiscais como meio para alavancar a economia.

Dois fatores contribuíram majoritariamente para a queda das receitas a partir de 2014: (1) a desaceleração da economia, que fez com que a arrecadação com impostos diminuísse; (2) a política de desonerações de tributos concedidas a empresas na intenção de estimular investimentos, que começou em 2011, cresceu com o passar dos anos e teve seu pico em 2015, fazendo com que o governo deixasse de arrecadar grandes montantes. Este segundo fator foi agravado pela inclusão de setores que passaram a ser desonerados mais pela “influência de grupos de alto poder econômico sobre o poder público, por meio de instrumentos legais ou ilegais, do que propriamente de uma análise econômica das dificuldades enfrentadas em cada setor e possíveis benefícios da política” (CARVALHO, 2018, p. 72). Por isso, muitas dessas desonerações foram concedidas sem a exigência de investimentos em produtividade ou tecnologia. Ao contrário do que visava a política de desonerações, o investimento privado não cresceu.

Segundo Carvalho (2018) os investimentos não foram retomados através das desonerações pois: primeiro, desde 2011 estava sendo observado que a demanda não era mais crescente: o nível da indústria caía e os estoques aumentavam. Além disso, se for levado em conta que as decisões de investimento são movidas pela lucratividade, “a política garantia apenas o aumento da margem de lucros, mas não do lucro total, que depende também das vendas. De que adianta receber uma margem de lucros maior de um total faturado menor?” (CARVALHO, 2018, p. 72-3). Portanto as empresas não tinham porquê aumentar sua capacidade produtiva. Na prática, o que os empresários passaram a fazer foi compensar a diminuição do lucro através do aumento das desonerações; segundo, porque as empresas se encontravam endividadas e “quando as empresas buscam reduzir seu grau de endividamento, desonerações tributárias servem apenas para a recomposição de uma parte dos lucros perdidos, não sendo capazes de estimular novos investimentos” (CARVALHO, 2018, p. 73); terceiro, porque há uma relação íntima entre o capitalismo financeiro e o capitalismo produtivo que é um fenômeno presente em todo o mundo e que

se expressa no Brasil sobretudo pelas atividades de tesouraria das empresas, cada vez mais importantes para sua lucratividade. Em meio à forte incerteza sobre a rentabilidade futura dos investimentos em capital produtivo, quem ainda tem dinheiro em caixa prefere investir em títulos públicos e aproveitar, já no curto prazo, o alto rendimento com juros proporcionados por ativos de baixo risco” (CARVALHO, 2018, p. 74)

Estima-se que o governo deixou de arrecadar cerca de 205 bilhões de reais com as renúncias nos anos de 2014 e 2015, segundo mostra reportagem da Folha (2015) feita com dados da

Receita Federal²⁰. Em 2017 depois de já ter sido afastada, Dilma Rousseff admitiu ter errado e se arrepende da política de desonerações em seu governo²¹.

Do lado das despesas, ao contrário do que é dito, houve diminuição no ritmo de crescimento do montante gasto em 2014, tanto para gastos obrigatórios, como discricionários (DWECK, et al., 2019). Dweck et al. (2019) afirmam que a taxa de crescimento real das despesas primárias do governo federal desacelerou de 5,2% ao ano no período de 2003 a 2010 para 3,5% nos anos de 2011 a 2014 e para 0,5% entre 2015 e 2018. Entretanto a desaceleração das receitas foi mais acentuada, por isso houve uma grande piora nos resultados primários dos anos de 2014 a 2018.

A redução na despesa neste período se explica em parte por cortes e contingenciamento nos orçamentos e em parte pelas grandes reformas sobre os gastos obrigatórios que foram feitas, principalmente em 2015. Em apenas 11 meses o gasto discricionário caiu 0,7 pp do PIB e isso contribuiu para a recessão. “Ainda neste ano [2015] houve uma queda real das despesas primárias do governo central da ordem de 2,9%, já desconsideradas as chamadas “pedaladas”. Essa queda interrompe uma trajetória de crescimento no gasto primário que vem desde a década de 1990” (MELLO, et al. 2018, p. 128).

Essa contração fiscal ocorreu apesar de a equipe econômica de Dilma ter solicitado, ao Congresso Nacional, já em julho de 2015, a flexibilização de suas metas fiscais vigentes desde o início do ano. Porém, como já foi dito, a autorização do Congresso para mudar as metas fiscais só ocorreu em dezembro de 2015, tarde demais, e, portanto, a correção dos rumos só começou no final de 2015 (BARBOSA, N., 2018).

Quando houve mudança no comando do governo, em 2016, continuou-se com a política fiscal fortemente contracionista e um compromisso com o ajuste fiscal. Entretanto houve

[...] uma mudança na estratégia econômica, que passa a privilegiar as reformas estruturais em detrimento do ajuste de curto prazo. Ao invés de apostar em uma lógica da austeridade imediata, o governo Temer buscou mesclar a expansão dos gastos públicos no curto prazo com uma agenda de austeridade permanente e redução do tamanho do estado. (MELLO, et al. 2018, p. 130)

²⁰ Fonte: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/09/1678317-dilma-deu-r-458-bilhoes-em-desoneracoes.shtml>.

²¹ Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,dilma-eu-errei-ao-promover-uma-grande-desoneracao,70001696541>.

No primeiro ano de mandato de Temer, a primeira medida de grande impacto fiscal foi a aprovação da PEC 55 (PEC do teto de gastos), que colocou um limite nos gastos públicos por 20 anos, sendo apenas corrigido pela inflação do ano anterior. Entretanto, antes da aprovação do teto, houve uma expansão do gasto, que serviu para assegurar a votação do impeachment no congresso²². Ainda há um grande debate em torno do teto: os que são a favor dizem que a PEC foi essencial para recuperar a confiança do mercado, gerar emprego e renda, conter gastos públicos que cresciam mesmo quando não havia crescimento proporcional das receitas e, um ponto muito polêmico, diminuir as taxas de juros, principalmente as de longo prazo. Por outro lado, os críticos apontam que o teto atingiu apenas pouco mais de 50% dos gastos de despesas do governo, congelou os investimentos públicos e irá sucatear os serviços públicos ao longo dos anos de vigência do teto, caso ele não seja revogado.

O ano seguinte, 2017, foi ano da maior contração fiscal no governo Temer, quando o gasto discricionário caiu 0,6% do PIB. Segundo dados do Observatório de Política Fiscal (2018), neste ano o investimento público desceu para o menor patamar dos últimos 50 anos, somando apenas 1,8% do PIB, valor que não foi suficiente para sequer manter equipamentos do governo e outras obras como manutenção de estradas. “Esse corte de gastos contribuiu para a lenta recuperação da economia ao longo de 2017 e levou a equipe econômica de Temer a recorrer a recursos parafiscais – a liberação de depósitos do FGTS – como meio de atenuar o impacto contracionista de sua política fiscal” (BARBOSA, N., 2018).

Ainda neste ano, o governo Temer se empenhou a aprovar reformas que visavam expandir a oferta e gerar empregos, mas que tiveram pouco ou nenhum impacto fiscal positivo, como a reforma trabalhista e a lei que permitiu a terceirização das principais atividades de uma empresa. Entretanto o impacto na geração de empregos também foi nulo, levando em conta que o desemprego continuou entre 12% e 13% e a taxa de desalentados continuou crescendo.

Em 2018 os gastos discricionários voltaram a subir, como já foi apontado, e consequentemente o investimento público também, contudo isso já era esperado pois este fenômeno é comum em anos de eleição, desde 1998, segundo dados do Observatório de Política Fiscal (2019).

²² Fonte: <https://www.brasil247.com/economia/marcio-garcia-politica-fiscal-de-temer-e-banquete-antes-da-dieta>.

3.2. No que se sustenta o ajuste?

Apesar do problema das contas públicas, a questão de priorizar ajuste fiscal no período de 2014 a 2018 é bastante questionável, pois durante um período de recessão, a contração fiscal a aprofunda ainda mais. Entretanto, os partidários do ajuste fiscal em tempos de recessão acreditam que a contração fiscal pode aquecer a economia e tirar o país da crise e que o melhor momento para um ajuste fiscal é em um momento de recessão. Sintetizando, a raiz de todo o problema é a questão fiscal e a capacidade de solvência do Estado. Essa visão está baseada nos escritos de Giavazzi e Pagano (1990), Alesina e Perotti (1995) e Alesina e Ardagna (1996), os quais afirmam que o governo, ao se comprometer com um ajuste permanente da dívida, faz com que os agentes criem expectativas sobre a redução de impostos no futuro e que isto promove investimentos do setor privado. Consequentemente, ocorrerá uma expansão que compensará a contração causada pela redução da participação do Estado.

Também é postulado que ajustes feitos majoritariamente com medidas de corte de despesas são mais bem-sucedidos que aqueles majoritariamente feitos com aumento de impostos e em momentos de recessão. A partir de então os agentes passam a ter confiança no governo. Uma das razões pela qual estes economistas apontam que o ajuste via corte de despesas é melhor que o via aumento de impostos é que os aumentos de impostos são repassados nos preços para o consumidor e isso aumenta a inflação, o que exigiria movimento do Banco Central em relação à taxa de juros (GOES, 2017).

Segundo os autores, quando o ajuste é realizado por meio do aumento de impostos, os efeitos contracionistas são mais duradouros e só piora a situação de um país. Mas quando o ajuste é feito através do corte de despesas, consumidores e investidores antecipam suas decisões de gastar, entendendo que o governo não precisará aumentar impostos futuramente.

Segundo Blyth (2017), na visão desses autores, as expectativas determinam tudo e são sempre melhoradas quando o governo faz menos, mesmo em uma recessão. A despesa é sempre e em toda parte a política errada. As expectativas de um futuro melhor criam um presente melhor, enquanto os juros dos títulos em queda criam mais riqueza, mais uma vez devido aos efeitos das expectativas sobre a capacidade do Estado de pagar sua dívida. Caso contrário, se aqueles que comprem a dívida do Estado não confiam na sua capacidade de solvência, os juros terão que ser aumentados para continuar atraindo investidores e como já foi dito, aumento de juros aumenta também a dívida pública.

Um exemplo que os economistas defensores deste modelo tanto afirmam que deu certo no Brasil é o teto de gastos aprovado em 2016. Como já foi dito, o teto proíbe o aumento de despesas durante um período de 20 anos. Gazzano, Lisboa e Mendes (2019) afirmam que:

O teto de gastos teve por objetivo reduzir a incerteza sobre a solvência da dívida pública e foi eficaz: logo após a sua adoção, as taxas de juros futuras da dívida pública caíram fortemente, refletindo a menor percepção de risco pelos poupadores, o que colaborou com a lenta recuperação esboçada desde 2016. (GAZZANO, M.; LISBOA, M.; MENDES, M., 2019)

De fato, houve uma diminuição dos juros de longo prazo neste período, entretanto é discutível se foi apenas o teto de gastos que possibilitou essa diminuição. É preciso levar outros fatores também em consideração, pois também impactam nos juros de longo prazo. Por exemplo, no período em que o teto estava sendo discutido e foi aprovado, o país passava por uma recessão e a inflação convergia para o centro da meta, o que abriu espaço para redução dos juros. Ainda nesta época, o mundo passava por uma queda de taxas de juros como um todo e uma onda de flexibilização monetária, o que também permitiu uma queda de juros no Brasil.

Essa visão de austeridade a todo custo e em todo momento é contestada por outro grupo de economistas mais críticos e recentemente até o Fundo Monetário Internacional (FMI), que até pouco tempo se mostrava favorável a austeridade, vem mudando de ideia.

A primeira contestação destes economistas se refere às condições iniciais da economia. O efeito do ajuste fiscal depende das condições em que a economia se encontra quando ele é implementado. “As mesmas medidas fiscais podem ter impactos diferenciados se o país está em recessão ou expansão, se há expansão ou contração internacional, se a inflação está caindo ou subindo, se a taxa de juros está alta ou baixa e assim por diante” (BARBOSA, N., 2017). Entretanto, já é consenso entre economistas do mundo todo, inclusive entre Alesina e Giavazzi que, pelo menos no curto prazo, a contração fiscal causa uma contração na demanda, ao contrário do que se acreditava antes.

Já está esclarecido também que o corte de despesas contrai menos a economia não por causa das expectativas, mas por causa da capacidade do Banco Central em compensar a contração com um corte da taxa de juros. Entretanto, em países que já tem uma taxa de juros baixa ou próxima de zero, este efeito não será produzido (BLYTH, 2017).

Krugman (2012) ironiza a questão das expectativas e da confiança no governo afirmando que há uma “fada da confiança” que quando o governo anuncia um posicionamento mais austero, milagrosamente uma fada iria recompensar o país com investimentos e gastos de

consumo. Krugman (2012, p. 102) e Blyth (2017, p. 247-8) contestam o argumento de que os consumidores irão consumir mais no presente caso haja expectativa de menos impostos no futuro, pois os consumidores não calculam a sua “função vitalícia de consumo com base na credibilidade do sinal de cortar na despesa enviado pelo governo, e incorporam com precisão essas estimativas nas suas decisões privadas de despesa.” (BLYTH, p. 247-8).

Krugman (2012) diz que problemas, como o do Brasil, são uma questão de demanda e problemas de demanda se resolvem com estímulo à demanda.

Por que o desemprego é tão alto e a produção econômica tão baixa? Porque nós — onde “nós”, quero dizer consumidores, empresas e governos combinados — não estamos gastando o suficiente. Os gastos com construção de casas e bens de consumo despencaram quando as duas bolhas imobiliárias nos Estados Unidos e na Europa estouraram. O investimento empresarial logo se seguiu, porque não faz sentido expandir a capacidade quando as vendas estão diminuindo, e muitos gastos governamentais também caíram como local, estadual e alguns governos nacionais se viram famintos por receita. Os baixos gastos, por sua vez, significam baixo emprego, porque as empresas não produzem o que não podem vender e não contratam trabalhadores se não precisarem deles para produção. Estamos sofrendo uma grave falta geral de demanda²³ (KRUGMAN, 2012, p. 16-7, tradução nossa).

O gasto do governo é um componente autônomo da demanda agregada, ou seja, é um componente que impacta no PIB e pode ser alterado independente do ciclo econômico. Apesar do problema das contas públicas, caso houvesse estímulo fiscal, os gastos do governo inicialmente iriam aumentar, entretanto ocorreria um aumento das receitas no médio prazo que compensaria o gasto feito inicialmente. Há a narrativa de economistas como Gazzano, Lisboa e Mendes (2019) que afirmam que durante o período de 2014 a 2018 a meta fiscal foi revista em 2015 e 2016 para permitir o governo gastar mais e mesmo assim não houve retomada do crescimento neste período. Contudo os autores não dizem onde foram feitos os aumentos de gastos, que a propósito foram com itens de baixo efeito multiplicador.

Apesar do aumento do gasto, é importante destacar que a despesa foi majoritariamente direcionada para itens de gasto com baixo efeito multiplicador, como elevação de salários para funcionários que já recebem além do teto do funcionalismo. Esse tipo de aumento de gastos com objetivos meramente políticos, visando garantir apoio

²³ Trecho original: “Why is unemployment so high, and economic output so low? Because we—where by “we” I mean consumers, businesses, and governments combined—aren’t spending enough. Spending on home construction and consumer goods plunged when the twin housing bubbles in America and Europe burst. Business investment soon followed, because there’s no point in expanding capacity when sales are shrinking, and a lot of government spending has also fallen as local, state, and some national governments have found themselves starved for revenue. Low spending, in turn, means low employment, because businesses won’t produce what they can’t sell, and they won’t hire workers if they don’t need them for production. We are suffering from a severe overall lack of demand.” (KRUGMAN, 2012, p. 16-7)

parlamentar e de setores do Estado ao governo recém empossado, ficou conhecido como “keynesianismo fisiológico” (MELLO, et al., 2018, p. 131).

Pires (2014) afirma que no Brasil o efeito multiplicador dos gastos com investimento públicos está entre 1,4 e 1,7. Orair (2018, p. 185) afirma que os resultados sugerem que investimentos públicos durante períodos de recessão têm um efeito multiplicador de valor elevado e que, por conta disso podem ser utilizados como política anticíclica²⁴ de dinamização do crescimento, contudo “seu uso deve ser feito com cautela por não se mostrar eficiente em períodos expansivos” (ORAIR, 2018, p 185), quando efeito o multiplicador para este gasto é pouco eficiente.

Dois dos pontos que o FMI (GASPAR; EYRAUD, 2017) destaca que é preciso para se ter uma política fiscal inteligente é que ela deve ser anticíclica e ter uma capacidade forte de arrecadação de receitas. Ambos os pontos ficam de fora nas conduções da política fiscal do período de 2014 a 2018, inclusive, há uma combinação dos dois fatores, pois a arrecadação do Estado é bastante pro-cíclica, o que piora ainda mais a situação do Brasil em tempos de recessão ou crise.

Portanto, no cenário em que o Brasil se encontrava cabia medidas de estímulo direto à demanda, levando em conta os multiplicadores fiscais. Por exemplo, os investimentos públicos poderiam ter sido uma opção mais eficaz para a retomada que as desonerações, pois além de aumentar diretamente a demanda, levaria também ao aumento dos outros gastos que compoem o PIB, por conta do efeito multiplicador. Se parte do montante deixado de arrecadar com as desonerações fosse, ao invés disso, utilizado com investimentos públicos, o governo poderia ter no médio prazo, compensado este gasto com a obtenção de receitas por conta da retomada. Mas ao contrário, as desonerações trouxeram prejuízo para as metas fiscais e contribuíram para o aumento da dívida.

²⁴ Políticas anticíclicas ou contracíclicas são aquelas que estão na direção contrária à do ciclo econômico visando minimizar seus efeitos. Neste caso, como a economia estava em recessão, medidas anticíclicas serviriam para atenuar a queda na atividade econômica.

CONCLUSÃO

Em 2013, ano que antecede o período analisado, o desemprego era o menor desde 2002²⁵, a inflação estava dentro da meta, a dívida pública estava estável e o PIB crescia. Os anos de 2014 a 2018 foram difíceis para a economia do Brasil. Erros nas conduções das políticas monetária e fiscal, crises políticas, um impeachment e questões internacionais causaram uma recessão, que apesar de não ser a mais profunda, é a mais longa dos últimos anos, tendo passado quatro anos e o PIB ainda não tinha se recuperado ao nível pré-crise. O quadro ao fim de 2018 se apresentava com uma situação de histerese no qual o irrisório crescimento nestes anos pode constranger o crescimento futuro através da perda de produtividade de trabalhadores que se ausentam por tempo elevado do mercado de trabalho e pela redução do estoque de capital da economia (BORÇA, et al. 2019).

Para tentar reverter a crise, ambos os governos adotaram um remédio comum. As duas equipes econômicas adotaram o aperto fiscal focado em corte de despesas, mirando um ajuste fiscal no curto prazo. Entretanto isso não foi suficiente, pois houve também uma queda das receitas e pouco se fez para tentar recuperá-las. A tentativa de ajuste, portanto, acabou por agravar a crise e não resolveu o problema das contas públicas, que seguiu tendo déficits primários durante todo o período analisado.

Outro padrão durante o período foram os juros nominais altos, que apesar de o BC ter começado um ciclo de baixa, a taxa de juros real se manteve alta durante todo o período, e sempre havia espaço para mais baixas nos juros nominais. Os juros altos aumentam a rubrica do pagamento de juros no resultado do Tesouro e consequentemente diminuem a capacidade fiscal da união. O pagamento de swaps também entra nesta rubrica e o BC fez bastante uso deste instrumento na tentativa de diminuir a volatilidade do câmbio. O aumento do pagamento de juros foi um dos principais problemas das contas públicas durante o período analisado.

Portanto, conclui-se que apesar das particularidades de cada equipe, este período foi marcado mais por semelhanças do que por rupturas na condução da política econômica. As propostas de ajustes eram semelhantes, ambas priorizando o corte em despesas e com menos foco em ampliação das receitas. Na parte monetária, os juros reais altos se fizeram presentes

²⁵Brasil encerra 2013 com a menor taxa de desemprego desde 2002. Disponível em: <<http://g1.globo.com/jornal-da-globo/noticia/2014/01/brasil-encerra-2013-com-menor-taxa-de-desemprego-desde-2002.html>>.

durante todo o período, fazendo com que houvesse contração monetária mesmo em momentos de baixa nos juros nominais, pois os juros reais aumentaram. Levando isso em conta não justifica governo algum tomar para si as melhoras na economia durante este período, pois não houve de fato uma mudança na condução da política econômica que justificasse uma comemoração, tampouco uma melhora significativa no cenário.

REFERÊNCIAS

- ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. **Economic Policy**, Londres, v. 10, n. 21, p. 205-248, Out. 1995.
- ALESINA, Alberto; ARDAGNA, Silvia. Tales of fiscal adjustment. **Economic Policy**, Londres, v. 13, n. 27, p. 488-545, Out. 1998.
- ALVARENGA, Darlan; SILVEIRA, Daniel. Falta trabalho para 27,6 milhões de brasileiros, aponta IBGE. **G1**. Rio de Janeiro e São Paulo. 16 ago. 2018. Disponível em: <<https://g1.g1/2018/08/16/falta-trabalho-para-276-milhoes-de-brasileiros-aponta-ibge.ghtml>>. Acesso em: 19 jan. 2020.
- ARAUJO, Elisangela; ARAÚJO, Eliane; BRITO, Elohá. Inter-relações entre a dívida pública e política monetária no Brasil: uma análise histórica. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 28, n. 1, p. 153-175, Abr. 2019.
- ARAUJO, Leandro; TERRA, Fábio. A dinâmica da taxa de câmbio face às operações swap no Brasil (2002-2015): uma interpretação pós-keynesiana. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 28, n. 3, p. 745-777, Dez. 2018.
- BANCO CENTRAL. Dívida líquida e bruta do governo geral (metodologia vigente a partir de 2008). **Tabelas Especiais**. 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: 02 fev. 2020.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Série histórica da Operações cambiais do Banco Central**. 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fhtmlms%2Ffinfecon%2FseriehistDLSPopcambiais.asp%3Fidpai%3DSERIEDLSP>>. Acesso em: 15 jan. 2020.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa Selic**. 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 30 set. 2020.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 2, p. 231-238, jun. 2006.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 51-60, abr. 2017.
- BARBOSA, Fernando; PESSOA, Samuel. Desaceleração recente da economia. **Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil**. Centro de Debate de Políticas Públicas. Set. 2014. Disponível em: <http://cdpp.org.br/site/wp-content/uploads/2017/02/Coletanea-Sob-a-Luz-do-Sol_v2509.pdf>. Acesso em: 16 fev. 2020.
- BARBOSA, Nelson. O desafio macroeconômico de 2015-2018. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 403-425, set. 2015.
- BARBOSA, Nelson. E a contração fiscal é ... contracionista!. **Blog do IBRE**. São Paulo, 17 out. 2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/e-contracao-fiscal-e-contracionista>>. Acesso em: 08 fev. 2020.

BARBOSA, Nelson. Uma breve história do gasto primário sob Dilma e Temer. **Blog do IBRE**. São Paulo, 21 dez. 2018. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/uma-breve-historia-do-gasto-primario-sob-dilma-e-temer>>. Acesso em: 08 fev. 2020.

BARBOSA, Nelson. A grande recessão de 2014-16. **Folha de S. Paulo**. São Paulo. 29 nov. 2019. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2019/11/a-grande-recessao-de-2014-16.shtml>>.

BARUCO, Grasiela, et al. A economia política dos governos Dilma: acumulação, bloco no poder e crise. **Texto para Discussão**. IE-UFRJ, Texto para Discussão 004. 2016.

BORÇA, Gilberto, et al. Por que a recuperação tem sido a mais lenta de nossa história?. **Brazilian Keynesian Review**, v. 5, n. 1, p. 174-202, 1º semestre. 2019.

BRESSER-PEREIRA, L. C; NAKANO, Y. (2002) "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, pp. 146-180, jul./set. 2002.

BLYTH, Mark. **Austeridade: A história de uma ideia perigosa**. 1ª ed. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e Financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. spe, p. 1025-1062, dez. 2017.

CARVALHO, Laura. **Valsa Brasileira: Do boom ao caos econômico**. 2ª ed. São Paulo: Todavia, 2018.

CODACE. **Comunicado de Início de Recessão – Ago/15 – CODACE**. FGV – IBRE, 04 ago. 2015. Disponível em: <<https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/codace/comunicado-de-inicio-de-recessao-ago-15-codace.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2020.

DE PAULA, L. F. R.; SARAIVA, P. J. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento-RPD**, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.

DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo. A Política Fiscal Do Governo Dilma E A Crise Econômica. **Texto Para Discussão**. IE-Unicamp, Texto Para Discussão 303, jun. 2017.

DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo. Os Impactos da Regra Fiscal em um Contexto de Desaceleração Econômica. In: BALTAR, P; CARNEIRO, R; SARTI, F. **Para Além da Política Econômica**. São Paulo: Unesp. 2018. p. 283-325.

DWECK, Esther, et al. Por que cortar gastos não é a solução para o Brasil ter crescimento vigoroso?. **Folha de S. Paulo**, São Paulo e Rio de Janeiro, 14 set. 2019. Disponível: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/09/por-que-cortar-gastos-nao-e-a-solucao-para-o-brasil-ter-crescimento-vigoroso.shtml>>. Acesso em: 03 fev. 2020.

GASPAR, Victor; EYRAUD, Luc. Five Keys to a Smart Fiscal Policy. **IMFBlog**. 19 abr. 2017. Disponível em: <<https://blogs.imf.org/2017/04/19/five-keys-to-a-smart-fiscal-policy/>>. Acesso em: 09 fev. 2020.

GAZZANO, M.; LISBOA, M.; MENDES, M. Por que o governo deve cortar gastos para o Brasil crescer?. **Folha de S. Paulo**, 8 set. 2019. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/09/por-que-o-governo-deve-cortar-gastos-para-o-brasil-crescer.shtml>>. Acesso em: 03 fev. 2020.

GIAVAZZI, Francesco; PAGANO, Marco. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. **NBER macroeconomics annual**, v. 5, p. 75-111, mai. 1990.

GOBETTI, Sérgio; ORAIR, Rodrigo. Resultado Primário E Contabilidade Criativa: Reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral. **Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. TD 2288, Rio de Janeiro, abr. 2017.

GOES, Carlos. O desajuste proposto por quem pensa como Laura Carvalho. **Instituto Mercado Popular**. 06 jul. 2017. Disponível em: <<https://mercadopopular.org/economia/o-desajuste-proposto-por-quem-pensa-como-laura-carvalho/>>. Acesso em: 08 fev. 2020.

IBGE. **Inflação**. Base de dados. jan. 2020. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/inflacao.php>>. Acesso em: 13 fev. 2020.

IBGE. **Sistemas de Contas Nacionais**. jan. 2020. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html?=&t=resultados>>. Acesso em: 30 set. 2020.

IBRE-FGV. **Boletim Macro**. Disponível em: <<https://portalibre.fgv.br/publicacoes/economia-aplicada/boletim-macro/>>.

IPEA. **IPEADATA - Base de Dados Macroeconômicos**: EMBI+ Risco-Brasil. 14 jan. 2020. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em: 15 jan. 2020.

JORNAL DE BRASÍLIA. **Dilma Quer Manter Superávit Sem Prejudicar Investimento**. Brasília. 03 abr. 2012. Disponível em: <<https://jornaldebrasilia.com.br/economia/dilma-quer-manter-superavit-sem-prejudicar-investimento/>>. Acesso em: 30 set. 2020.

KRUGMAN, Paul. **End This Depression Now**. 1ª ed. Nova York: W. W. Norton & Company, 2012.

KRUGMAN, Paul. Que diabos aconteceu com o Brasil. **Folha de S. Paulo**. São Paulo. 14 nov. 2018. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/paulkrugman/2018/11/que-diabos-aconteceu-com-o-brasil.shtml>>. Acesso em: 15 fev. 2020.

LEONEL, Josue, et al. O enigma entre o dólar e o CDS. **Blog Serviço Bloomberg Profissional**, 7 nov. 2017. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com.br/blog/o-enigma-entre-o-dolar-e-o-cds/>>. Acesso em: 14 jan. 2020.

MARTELLO, Alexandro. Levy diz que governo cortou na 'carne', mas com cautela e equilíbrio. **G1**. Brasília. 25 mai. 2015. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/05/levy-diz-que-governo-cortou-na-carne-mas-com-cautela-e-equilibrio.html>>. Acesso em: 30 set. 2020

MARTELLO, Alexandro; MATOSO, Filipe; CALGARO, Fernanda. Novo ministro da Fazenda fala em corte de despesas, mas sem pacotes. **G1**. Brasília. 27 nov. 2014. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/11/novo-ministro-da-fazenda-fixa-meta-fiscal-de-12-do-pib-para-2015.html>>. Acesso em 30 set. 2020.

MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. In: In: BALTAR, P; CARNEIRO, R; SARTI, F. **Para Além da Política Econômica**. São Paulo: Unesp. 2018. p. 245-282.

MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro; OLIVEIRA, Ana Luiza; WELLE, Artur. O Brasil em crise: choque recessivo, desmonte do Estado e a ‘recuperação precária’. **DOSSIÊ V DA AKB: O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros**, São Paulo, v. 5, p. 1-204, 14 jul. 2018.

ORAIR, Rodrigo. Investimento Público No Brasil: Trajetória e relações com o regime fiscal. **Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. TD 2215, Rio de Janeiro, jul. 2016.

ORAIR, Rodrigo. Política Fiscal No Brasil Contemporâneo: investimento público e ciclos econômicos. In: PEREIRA, Ana Karine; GOMIDE, Alexandre. **Governança Da Política De Infraestrutura**: condicionantes institucionais ao investimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2018. p. 165-185.

OREIRO, José Luis. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 75-88, abr. 2017.

PIRES, Manoel. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 18, n. 1, p. 69-90, mar. 2014.

PIRES, Manoel. A evolução dos investimentos públicos: 1947-2017. **Observatório de Política Fical FGV – IBRE**. 01 mai. 2018. Disponível em: <<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/evolucao-dos-investimentos-publicos-1947-2017>>. Acesso em: 19 jan. 2020.

PIRES, Manoel. Investimentos públicos: 1947 – 2018. **Observatório de Política Fiscal FGV-IBRE**. 05 jun. 2019. Disponível em:<<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/investimentos-publicos-1947-2018>>. Acesso em: 18 jan. 2020.

SANTANA, Priscila Martins de O.; COSTA, Laíse Stefany Santos. As Políticas Fiscal E Monetária Do Brasil No Governo Temer: Deterioração da situação fiscal e recessão econômica. **Bahia Análise & Dados**, Salvador, v. 27, n. 2, p. 175-189, maio 2018., EISSN 2595-2064. Disponível em: <<http://publicacoes.sei.ba.gov.br/index.php/bahiaanaliseedados/article/view/112>>. Acesso em: 15 fev. 2020.

SOUZA, Leonardo; VILLAS BOAS, Bruno. Dilma deu R\$ 458 bilhões em desonerações. **Folha de S. Paulo**. Rio de Janeiro, 06 set. 2015. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/09/1678317-dilma-deu-r-458-bilhoes-em-desoneracoes.shtml>>. Acesso em: 05 fev. 2020.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal da Dívida**. 2020. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>>. Acesso em: 15 jan. 2020.

TESOURO NACIONAL. Resultado Primário do Governo Central. **Séries Históricas**. 2020. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>>. Acesso em: 14 jan. 2020.